



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

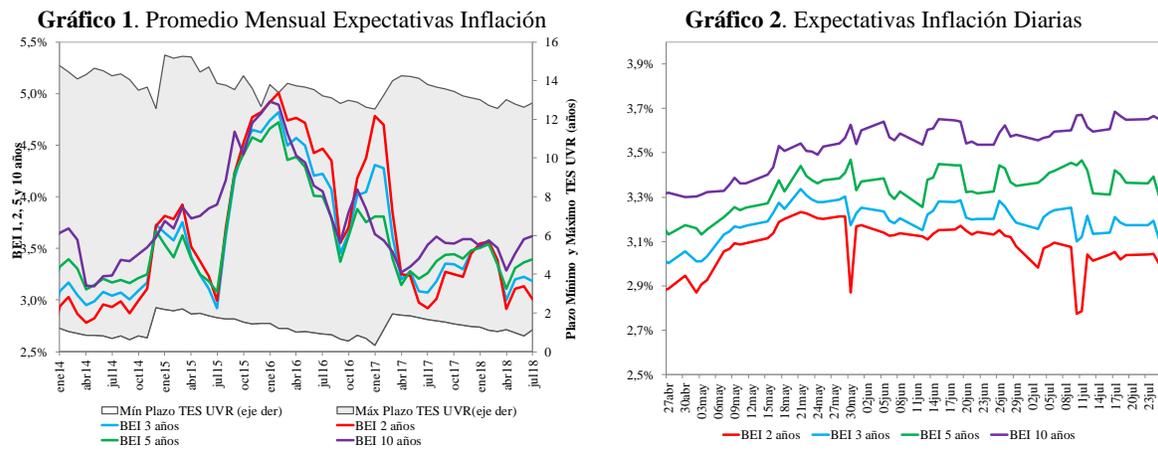
## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales  
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

# DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

## 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (29 de junio), y con información hasta el 25 de julio, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó -8 p.b, -8 p.b y -5 p.b. para la estimación a 2, 3 y 5 años mientras que aumentó 7 p.b. para la estimación a 10 años, respectivamente. De esta manera, el 25 de julio el BEI a estos mismos plazos se ubicó en 3,00%, 3,11%, 3,30% y 3,65%, respectivamente. Por su parte, el BEI promedio en lo corrido de julio se ubica en 3,01%, 3,18%, 3,40% y 3,62% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

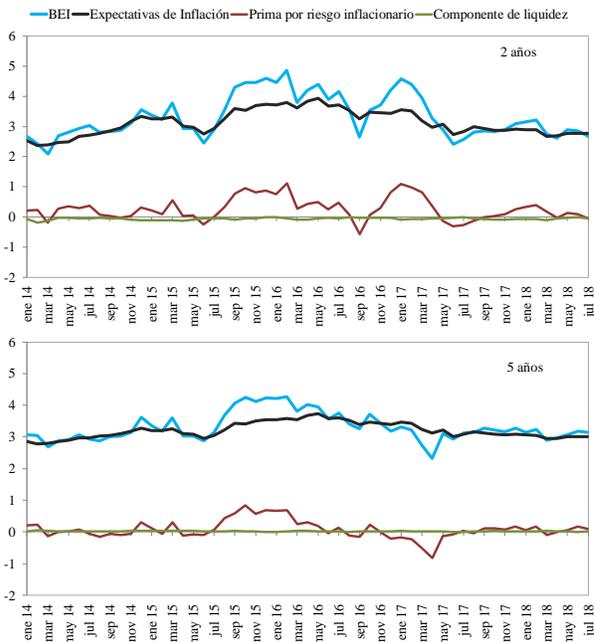
El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>1</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>2</sup>. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,80% (junio: 2,77%) y para los próximos 5 años sea 3,03% (junio: 3,01%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó 14 p.b. y se situó en -0,05% en julio, al tiempo que la de 5 años se redujo 5 p.b. y se situó en 0,12%.

El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2019, 2020 y 2021, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,41%, 3,60% y 3,72%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en julio es superior al estimado en junio. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2018, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante del 2018. Dado que la inflación acumulada a junio se ubicó en 2,47% y el BEI para lo restante del año anualizado es 1,52%, la estimación de la inflación para 2018 es de 4,02%, inferior al 4,18% estimado en junio.

<sup>1</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

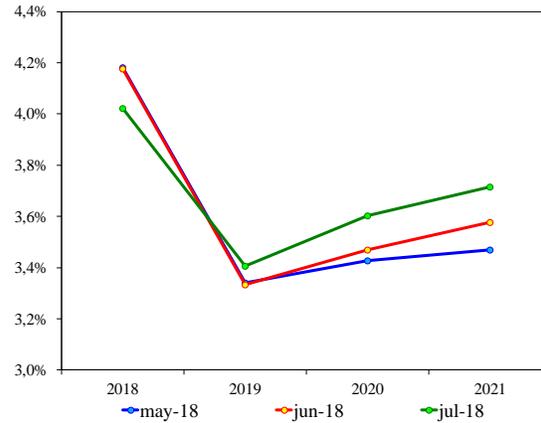
<sup>2</sup> Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

**Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)**

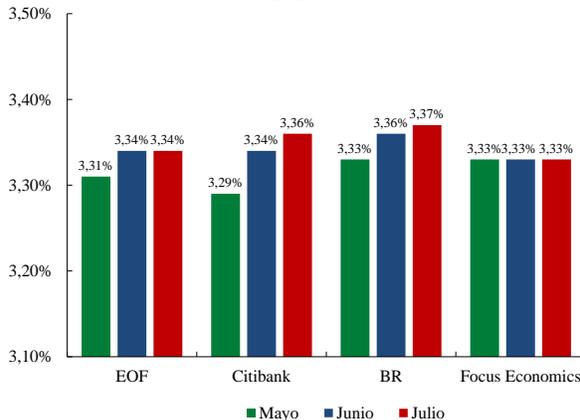


\* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2018 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2018 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

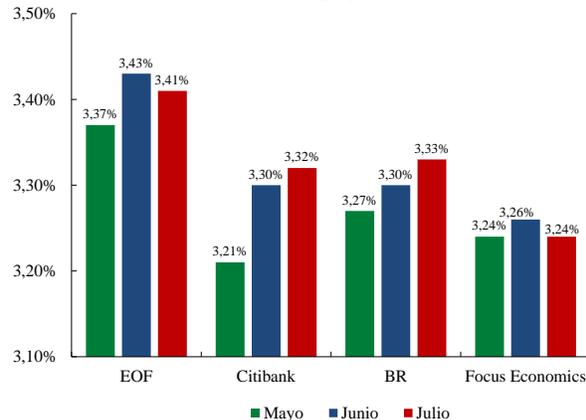
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

En cuanto a las expectativas de inflación de julio frente a junio, los pronósticos para 2018 aumentaron en las encuestas de *Citibank* y el Banco de la República (BR), y se mantuvieron constantes de acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera (EOF, de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia) y *Focus Economics* (Gráfico 5). Frente a 2019, los pronósticos también aumentaron según *Citibank* y el Banco de la República, mientras que las encuestas de la EOF y *Focus Economics* reflejan una disminución de los mismos (Gráfico 6). De acuerdo con la encuesta del BR la inflación esperada a dos años (julio de 2020) aumentó a 3,27% frente a lo proyectado el mes anterior para junio de 2020 (3,21%).

**Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018**



**Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2019**



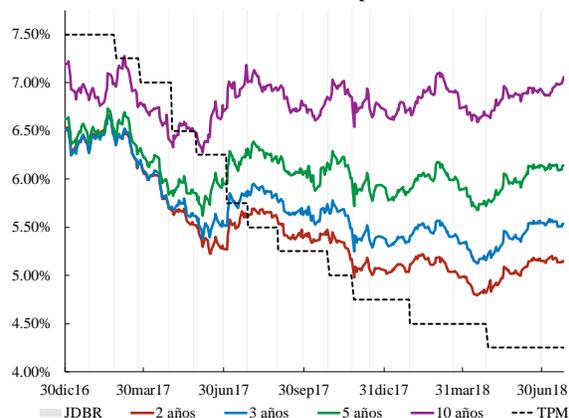
Fuente: EOF, *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de julio con encuestas recolectadas entre el 9 y el 18 del mismo mes, los de *Citibank* el 25 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 10 de julio, con encuestas entre el 3 y el 9 de este mismo mes.

En resumen, frente a junio, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de julio aumentó levemente para 2018 y 2019 a 3,35% y 3,33%, respectivamente, desde los niveles de 3,34% y 3,32% observados en junio. Por su parte, durante el periodo el BEI presentó un comportamiento mixto con reducciones en la parte corta y aumentos en la parte media y larga.

## Análisis de las curvas de rendimiento de los TES denominados en pesos y UVR<sup>3</sup>

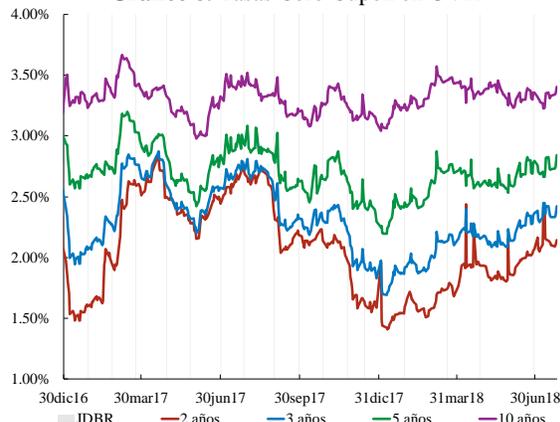
Desde el 29 de junio, el BEI presentó reducciones en el corto y mediano plazo (2, 3 y 5 años) mientras que a largo plazo se presentaron incrementos (Gráficos 7, 8, 9 y 10).

**Gráfico 7. Tasas Cero Cupón en Pesos**



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.

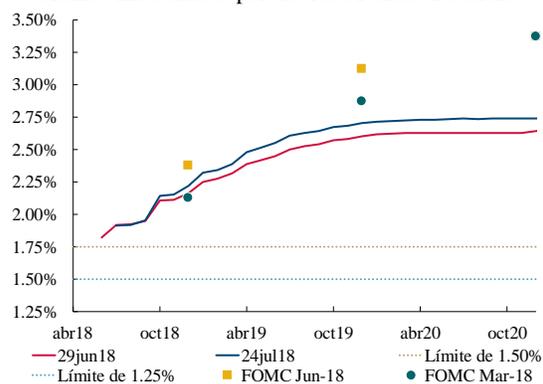
**Gráfico 8. Tasas Cero Cupón en UVR**



En julio la curva de rendimiento de los TES en pesos se empinó, con valorizaciones ligeras en la parte corta y desvalorizaciones de la parte larga. La parte corta de la curva respondió al dato favorable de inflación y a las expectativas de postergación de incrementos de la TPM. En la parte larga el comportamiento pudo estar explicado por: i) el incremento esperado en la oferta de títulos de largo plazo como consecuencia de las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda; ii) la percepción de los agentes sobre un menor dinamismo del *offshore* en el mercado de deuda<sup>4</sup> (Anexo 3); y iii) desvalorizaciones de los *treasuries* por expectativas de un mayor ritmo de incrementos de las tasas de los fondos federales de la Fed (Anexo 4).

Frente a lo observado el 29 de junio y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el ritmo esperado de incrementos del rango objetivo aumentó y la tasa esperada para diciembre de 2018 pasó de 2,165% el 29 de junio a 2,220% el 24 de julio (Gráfico 11). En este mismo periodo, la probabilidad de que en lo corrido del año ocurra un incremento adicional del rango de los fondos federales, de tal manera que en diciembre este se ubique entre 2% y 2,25%, disminuyó de 40% a 31%, mientras que la probabilidad de que ocurran 2 incrementos adicionales y a final del año este se ubique entre 2,25% y 2,50% aumentó de 41% a 52% (Cuadro 2 y Anexo 5).

**Gráfico 11. Senda esperada Tasa Fondos Federales**



Fuente: Bloomberg.

**Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2018**

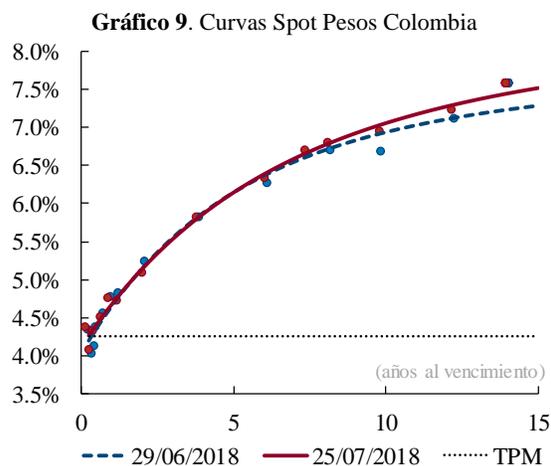
	1,75%-2%	2%-2,25%	2,25%-2,5%	2,5%-2,75%	2,75%-3,00%
25jul18	3.4%	31.1%	52.1%	12.8%	0.6%
29jun18	9.9%	39.7%	41.1%	9.0%	0.2%

Fuente: Bloomberg.

<sup>3</sup> El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

<sup>4</sup> En lo corrido del mes, el *offshore* ha comprado \$480 mm. Estas compras netas de TES, si bien se encuentran por encima de los niveles observados en junio (\$124 mm), continúan ubicándose por debajo del promedio mensual de compras observadas durante el año hasta mayo (\$1083 mm). Cabe destacar que durante las dos primeras semanas de julio se observaron compras netas por parte de estos agentes por \$1249 mm, las cuales fueron parcialmente compensadas con ventas netas de TES en la tercera semana del mismo mes por alrededor de \$773 mm.

En cuanto a los títulos denominados en UVR, durante julio se observó una desvalorización de la parte corta ante el resultado favorable de inflación y ligeras valorizaciones en la parte media y larga de la curva por demanda de inversionistas institucionales (compras netas de los fondos de pensiones y cesantías por \$764 mm en los tramos medio y largo, Anexo 3). Según señalaron algunos agentes, los títulos UVR con vencimiento en 2021, 2023 y 2025 presentaron niveles de entrada favorables. Asimismo, la profundidad del mercado de UVR aumentó en el periodo como consecuencia de negociaciones de agentes interesados en mejorar su puntaje en el programa de creadores de mercado. Cabe resaltar que los montos de negociación en el SEN aumentaron en forma significativa en julio. De esta forma el porcentaje de transacciones realizadas por esta plataforma, como porcentaje del total de negociación en el SEN y MEC, pasó de 74,4% en junio a 81,4% en julio<sup>5</sup>.

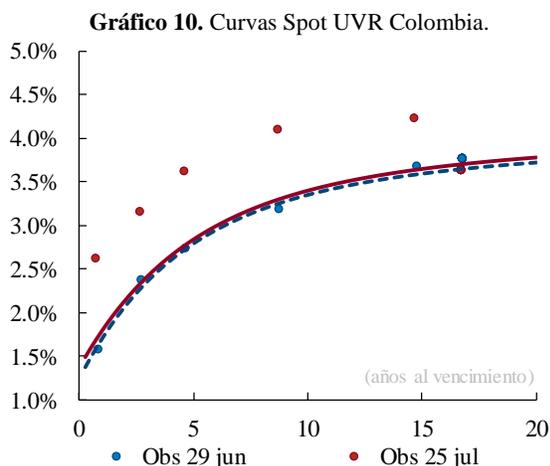


**Cambios Promedio en la Curva por Plazo**

2 años	3 años	5 años	10 años
-1 años	-2 años	0 años	12 años

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

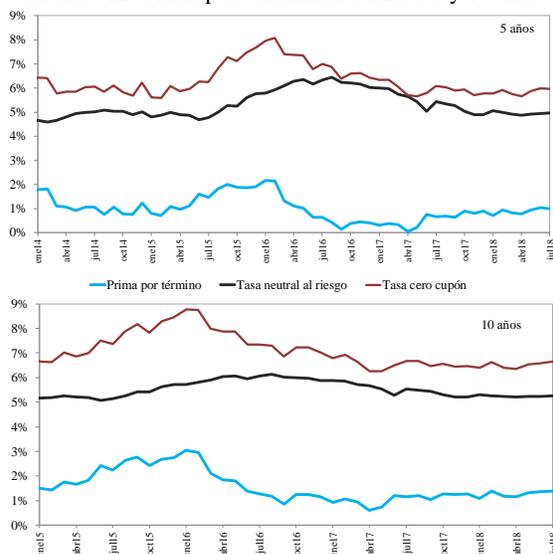


**Cambios Promedio en la Curva por Plazo**

2 años	3 años	5 años	10 años
7 años	6 años	5 años	5 años

Cifras en puntos básicos

**Gráfico 12. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años**



Fuente y Cálculos: BR

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 4 p.b. a 5 años, mientras que aumentó 4 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 2 p.b. para 5 años y 1 p.b. para 10 años.

En síntesis, el BEI promedio disminuyó en la parte corta y aumentó en la parte media y larga. El comportamiento en la parte corta fue resultado de un dato de inflación favorable, mientras que en la parte media y larga el menor dinamismo del *offshore* y las expectativas de mayor oferta de títulos en estos tramos explicaron las desvalorizaciones de los TES en pesos.

<sup>5</sup> El 6 de julio el monto transado en el SEN se ubicó en \$17 billones de pesos.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

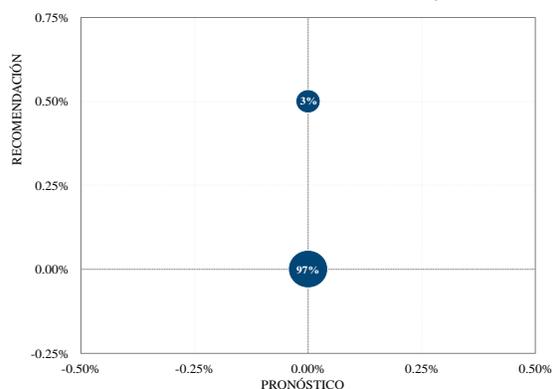
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraída de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

Las encuestas indican que la totalidad de los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de julio.

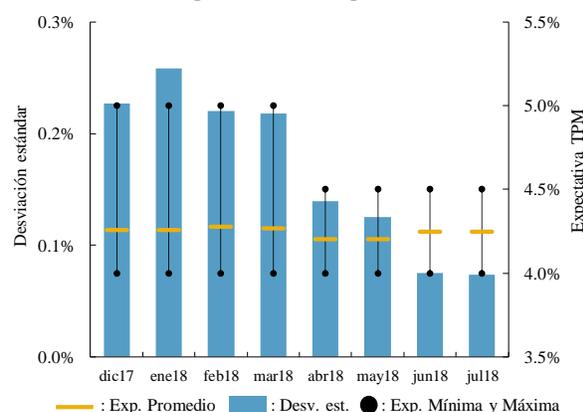
Primero, según la EOF<sup>6</sup> todos los encuestados estiman que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25%. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*<sup>7</sup>, el 100% de los analistas espera que la JDBR mantenga la TPM en 4,25%. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*<sup>8</sup> se encuentra que, de las 32 entidades encuestadas, el 97% no espera ni recomienda cambios en la TPM y el 3% restante no espera cambios pero recomienda un incremento de 50 p.b. (Gráfico 13 y Anexo 1). En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2018 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. En junio y julio la tasa esperada se mantuvo en 4,25%.

**Gráfico 13.** Encuesta sobre TPM de Anif y *Citibank*



Fuente: Encuestas Anif y *Citibank*.

**Gráfico 14.** Expectativas TPM para Finales de 2018



Fuente: Encuesta *Citibank*.

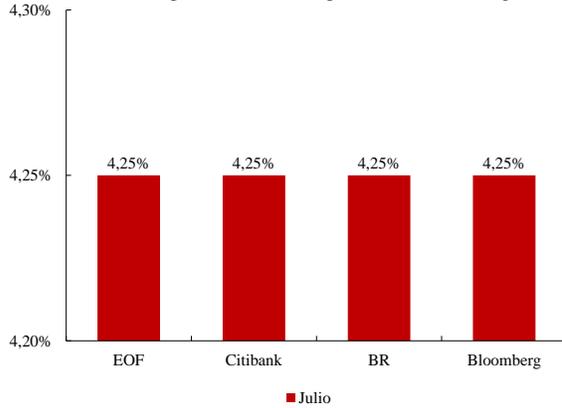
En los Gráficos 15 y 16 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a julio y diciembre de 2018. En estas se observa que: i) en julio, el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25%, y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2018 entre junio y julio ha aumentado desde 4,23% a 4,25%.

<sup>6</sup> Publicada el 23 de julio. Datos recolectados entre el 9 y el 18 de julio.

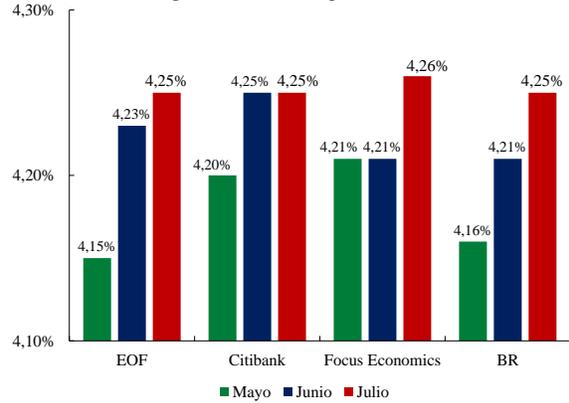
<sup>7</sup> Actualizada el 25 de julio. Datos recolectados entre el 13 y 24 de julio.

<sup>8</sup> Encuestas publicadas el 23 y el 25 de julio, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión BTG Pactual indicó en la encuesta de Anif que recomendaba mantener sin cambios la TPM, mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendó un incremento de 50 p.b.

**Gráfico 15. Expectativas TPM para la reunión de junio**



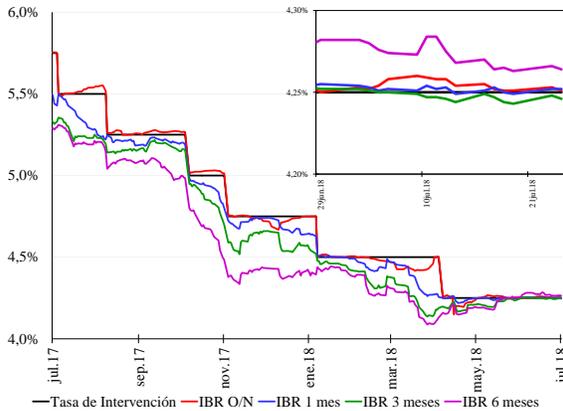
**Gráfico 16. Expectativas TPM para diciembre de 2018**



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de julio con encuestas recolectadas entre el 9 y el 18 del mismo mes, los de *Citibank* el 25 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 10 de julio, con encuestas entre el 3 y el 9 de este mismo mes. Los datos de *Bloomberg* se actualizaron el 25 de julio.

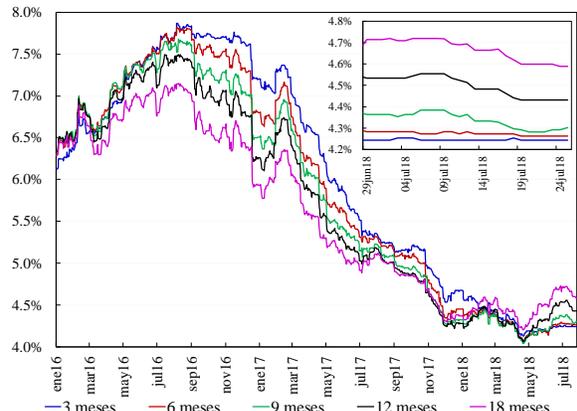
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 17 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. Desde la reunión de la JDBR de junio de 2018, las tasas IBR a 1 y 3 meses no presentaron cambios significativos, mientras que la tasa IBR a 6 meses disminuyó 2 p.b. El día posterior a dicha reunión, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses permanecieron inalteradas. Así, el 24 de julio las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,25%, 4,25% y 4,27%, respectivamente.

**Gráfico 17. Tasa de Intervención y Tasas IBR**



**Fuente:** BR. **Cálculos:** Banco de la República

**Gráfico 18. Tasas OIS**

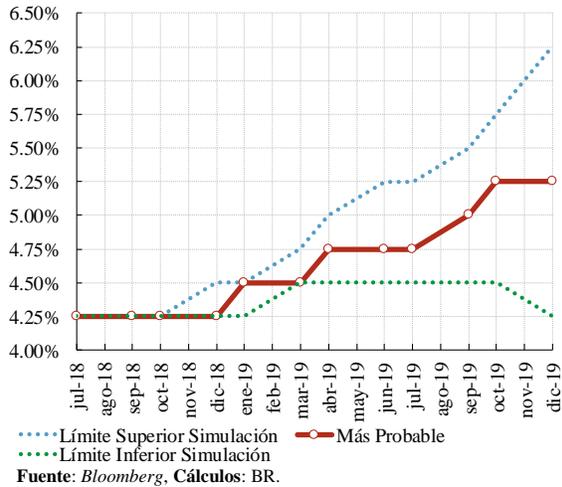


**Fuente:** BR. **Cálculos:** Banco de la República

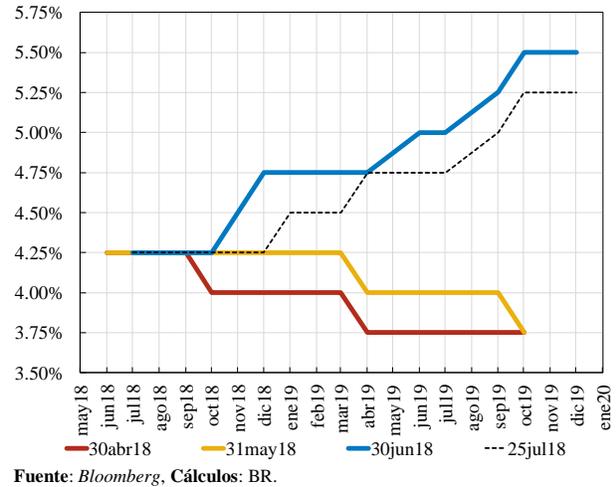
Por otra parte, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS<sup>9</sup>, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,25% y que aumente a 4,5% en enero del 2019. El pronóstico para diciembre del 2018 pasó de 4,75% en junio a 4,25% en julio (Gráficos 19, 20 y Anexo 6). Además, si bien la senda proyectada muestra un comportamiento ascendente de tal manera que se descuentan varios incrementos de la tasa de interés de referencia en el 2019, el ritmo estimado es menor al pronosticado el mes anterior, lo cual refleja la disminución, frente al 29 de junio, de las tasas OIS a 6, 9, 12 y 18 meses en 2 p.b, 6 p.b, 10 p.b. y 13 p.b, las cuales se ubicaron el 25 de julio en 4,26%, 4,30%, 4,43% y 4,59%, respectivamente (Gráfico 18).

<sup>9</sup> En esta ocasión se modificaron los rangos de tolerancia de las simulaciones del modelo con el propósito de reducir la dispersión de las estimaciones alrededor de las tasas OIS observadas.

**Gráfico 19. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS**



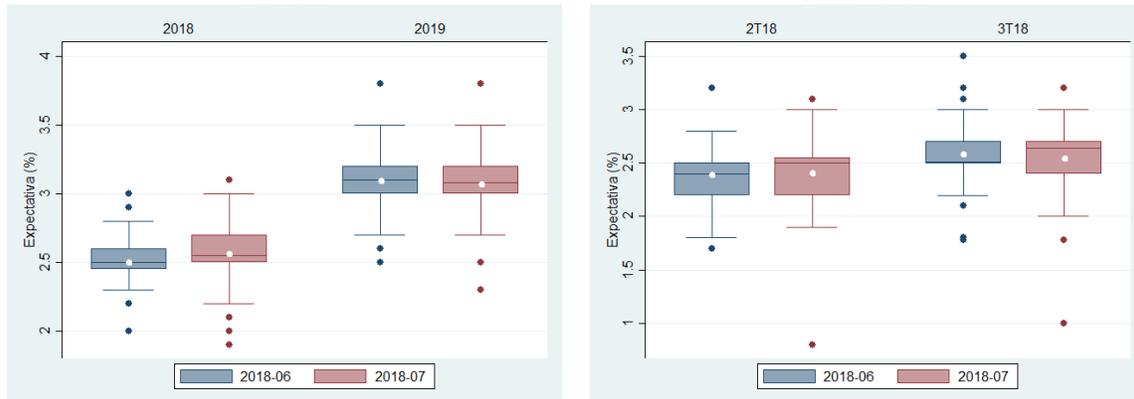
**Gráfico 20. Evolución Expectativas TPM - OIS**



**b) Expectativas de Crecimiento Económico**

En el Gráfico 21 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2018 y 2T18 a 2,56% (ant: 2,50%) y 2,40% (ant: 2,39%). Para 3T18 y 2019, las expectativas se redujeron a 2,54% (ant: 2,58%) y 3,07% (ant: 3,09%), respectivamente.

**Gráfico 21. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera**  
**Anuales** **Trimestrales**



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

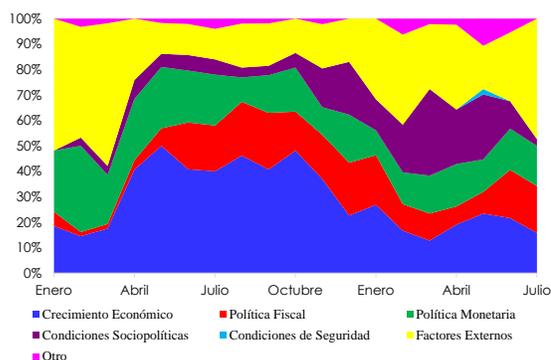
**c) Información Adicional Extraída de la EOF**

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 7 p.b. (ant: desvalorizaciones de 8 p.b.)<sup>10</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,78% (anterior: valorizaciones de 1,04%)<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

<sup>11</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

**Gráfico 22.** Factores Relevantes para Tomar Decisiones de Inversión - EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 47% resaltó los factores externos (ant: 27%), un 18% la política fiscal (ant: 19%), un 16% el crecimiento económico (ant: 22%), un 16% la política monetaria (ant: 16%) y el 3% restante indicó las condiciones sociopolíticas (Gráfico 22).

#### d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2018 aumentaron en Chile, México, Perú, India, China y Noruega, y disminuyeron en Brasil, Ecuador, Argentina y Sudáfrica. Los datos de inflación de junio resultaron superiores a las expectativas del mercado en México, Perú y Noruega, iguales en EE.UU, China y Alemania, e inferiores en los demás países. La inflación se ubicó por encima del límite superior del rango meta en México (2% - 4%) y Argentina (15%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2018 disminuyeron en México, Ecuador, Perú y Sudáfrica, y aumentaron en los demás países. En Colombia, aumentaron las proyecciones de crecimiento para 2018, la inflación observada para junio resultó inferior a las expectativas del mercado y aumentaron las proyecciones de inflación para 2018 (Cuadro 3).

**Cuadro 3.** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Junio 2018**		Esperada a Diciembre 2018		Vigente	Esperada a Diciembre 2018		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2018	
	Esp*	Obs	Jun. 2018	Jul. 2018		Jun. 2018	Jul. 2018	Esp*	Obs	Jun. 2018	Jul. 2018
<b>Colombia</b>	3,22%	3,20%	3,34%	3,36%	4,25%	4,25%	4,25%	2,30%	2,20%	2,48%	2,60%
<b>Chile</b>	2,60%	2,50%	2,80%	2,80%	2,50%	2,50%	2,75%	4,00%	4,20%	3,80%	4,00%
<b>México</b>	4,59%	4,65%	3,92%	4,06%	7,75%	7,46%	7,74%	1,70%	1,30%	2,26%	2,29%
<b>Perú</b>	1,24%	1,43%	2,20%	2,22%	2,75%	2,79%	2,81%	3,20%	3,20%	3,57%	3,64%
<b>Brasil</b>	4,41%	4,39%	4,00%	4,11%	6,50%	6,50%	6,50%	1,30%	1,20%	1,55%	1,50%
<b>Ecuador</b>	n.d.	-0,71%	1,28%	1,00%	4,99%	5,00%	5,00%	n.d.	1,90%	1,73%	1,56%
<b>Argentina</b>	n.d.	29,50%	27,41%	29,57%	40,00%	31,38%	34,19%	3,50%	3,60%	1,71%	0,92%
<b>EE.UU.</b>	2,90%	2,90%	2,60%	2,50%	1,75% - 2,00%	2,40%	2,45%	2,00%	2,00%	2,90%	2,90%
<b>India</b>	5,28%	5,00%	4,90%	4,86%	6,25%	6,20%	6,39%	7,40%	7,70%	6,60%	7,31%
<b>Sudáfrica</b>	4,80%	4,60%	4,90%	4,80%	6,50%	6,50%	6,55%	1,90%	0,80%	1,60%	1,50%
<b>China</b>	1,90%	1,90%	2,26%	2,22%	4,35%	4,36%	4,36%	6,70%	6,70%	6,53%	6,55%
<b>Alemania</b>	2,10%	2,10%	1,80%	1,80%	-	-	-	1,70%	1,60%	2,10%	2,10%
<b>Noruega</b>	2,40%	2,60%	2,10%	2,20%	0,50%	0,75%	0,75%	n.d.	0,60%	2,30%	2,40%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 25 de julio

Chile: Encuesta enviada el 3 de julio con plazo máximo de recepción el 9 de de este mismo mes.

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de julio con respuestas recibidas entre el 22 y 28 de junio. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de julio.

Perú: Las expectativas de Inflación, TPM y PIB son tomadas de la encuesta del Focus Economics de julio.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 22 de julio.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (julio). Se incluyen exp. de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. Se toma la Tasa Pasiva Ef. Ref. como TPM.

Argentina: La inf. obs. corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg. Las exp. de crecimiento, TPM e inflación provienen de Focus Economics de julio.

EE.UU: Expectativas extraídas de Bloomberg.

India: Las expectativas de inflación (IPC Promedio 2018), TPM y crecimiento son obtenidos del Consensus Forecast del FocusEconomics (julio).

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (julio). Se toma como TPM la tasa activa a un año.

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

\* Dato sujeto a actualizaciones constante en Bloomberg hasta momentos previos a la publicación del dato.

\*\* Todos los datos corresponden al mes de junio.

\*\*\*Todos los datos corresponden al IT18, excepto el de China que corresponde al 2T18. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU. el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

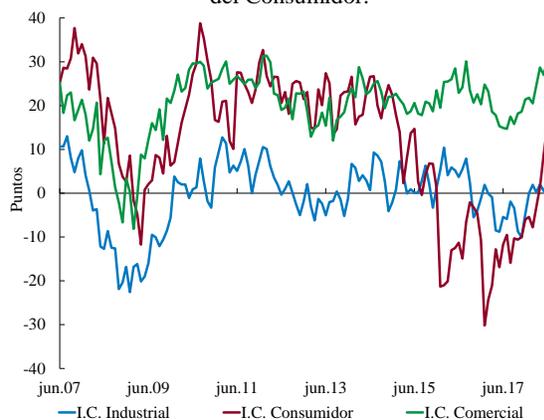
Con datos preliminares de julio (EOF<sup>12</sup>, volatilidades<sup>13</sup> y márgenes crediticios<sup>14</sup>), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó frente a junio (Gráfico 23 y Anexo 7) y este comportamiento se explicó principalmente por el incremento de los márgenes de las tasas de las carteras de tesorería y de consumo frente a las de los TES.

**Gráfico 23.** Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



**Fuentes:** BR, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

**Gráfico 24.** Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



**Fuente:** Fedesarrollo.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento en la producción industrial, ventas al por menor y el indicador de seguimiento a la economía para mayo. En mayo, el crecimiento en la producción industrial (obs: 2,9%; esp: 4,9%; ant: 10,5%), el crecimiento de las ventas al por menor (obs: 5,9%; esp: 5,0%; ant: 6,3%) y el crecimiento del índice de actividad económica (obs: 2,4%; esp: 2,8%; ant: 3,5%) disminuyó.

En junio la confianza de los consumidores presentó un incremento (obs: 15,5%; esp: 10,5%; ant: 8,9%) que resultó superior a lo esperado por el mercado. Este aumento estuvo explicado por incrementos en los índices de expectativas del consumidor (obs: 24,6%; ant: 13,5%), principalmente en lo referente a las proyecciones de la situación económica durante los próximos doce meses (obs: 21%; ant: 1%). Por su parte, en junio los índices de confianza industrial (obs: 2,4%; ant: 0,5%) y comercial (obs: 30,7%; ant: 27%) aumentaron. (Gráfico 24).

El Gráfico 25 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio desmejoró el índice de Brasil y mejoraron los de los demás países. Los indicadores de Brasil y México se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Perú<sup>15</sup>, México y Chile se ubican por encima.

El Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) disminuyó desde 284 en mayo a 195 en junio (Gráfico 26). Este resultado se explica por una menor incertidumbre política posterior a las elecciones presidenciales. Por otro lado, los principales temas que compensaron la reducción del indicador fueron las tensiones comerciales a nivel mundial y las preocupaciones frente al déficit fiscal para 2019.

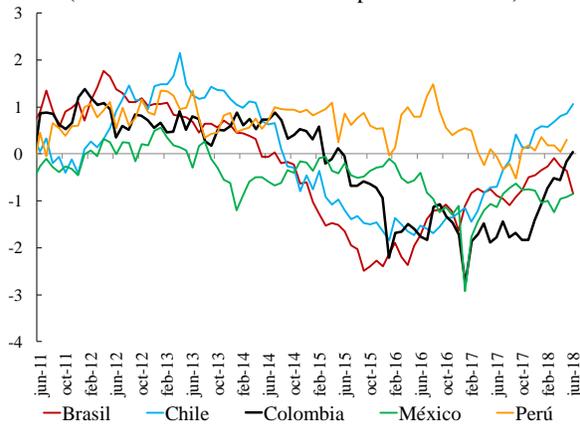
<sup>12</sup> Encuesta publicada el 23 de julio.

<sup>13</sup> Datos al 19 de julio.

<sup>14</sup> Datos al 6 de julio.

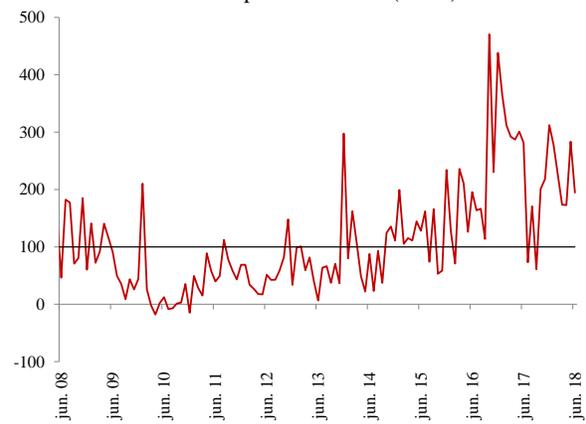
<sup>15</sup> Información de Perú disponible hasta mayo.

**Gráfico 25. Índices Confianza de Latinoamérica\***  
(desviaciones estándar con respecto a la media)



Fuentes: INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BR. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

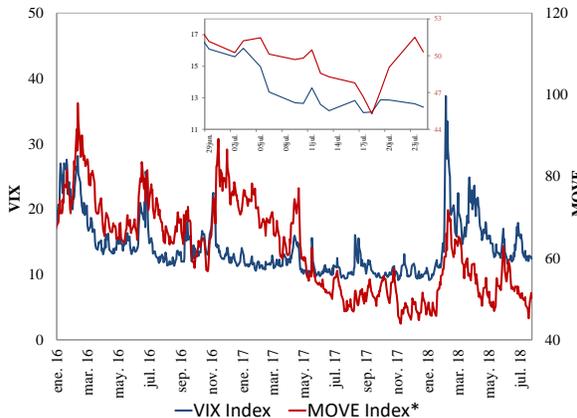
**Gráfico 26. Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC)**



Fuentes: Artículos de Revista Semana, Dinero y periódicos El Tiempo y El Espectador. Cálculos: BR. La línea horizontal en 100 representa la media.

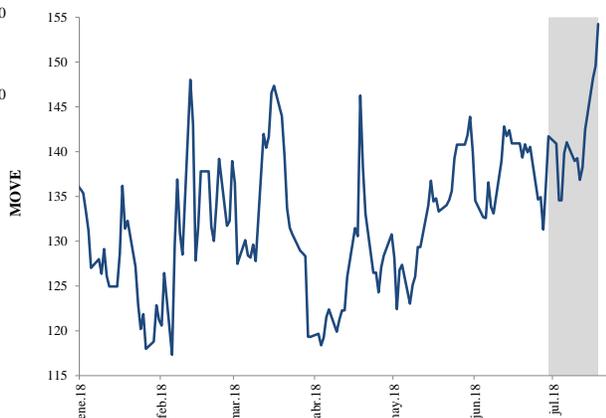
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*<sup>16</sup> y el *Vstox*<sup>17</sup> disminuyó. Mientras que el *Move*<sup>18</sup> se mantuvo constante y el *Skew*<sup>19</sup> aumentó. En el caso de los mercados accionarios, esto estuvo explicado por una menor incertidumbre política en la Eurozona y la publicación de resultados corporativos superiores a las expectativas del mercado para el 2T18. La estabilidad del *Move* se explica por la convergencia de las expectativas de movimientos en la tasa de política monetaria en EE.UU. El comportamiento del *Skew* refleja los temores frente al impacto que podrían tener las tensiones comerciales sobre los mercados financieros a nivel mundial. En la región los CDS a 5 años y los EMBI disminuyeron (Gráficos 27, 28 y Anexo 8).

**Gráfico 27. VIX - MOVE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 28. Skew del S&P500**



Fuente: Bloomberg. El área sombreada corresponde a los días posteriores a la última reunión de la JDBR.

<sup>16</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

<sup>17</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>18</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

<sup>19</sup> Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* –una asimetría más negativa–, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### *Anexo 1. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.*

##### *Cuadro A1.1. Encuesta de Expectativas de Bloomberg sobre Tasa de Política Monetaria para la Próxima Reunión de la JDBR*

**Actualizada el 25 de julio**

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Banco Davivienda SA	4,25%	7/18/2018
2	Corporacion Financiera Colombiana S.	4,25%	7/19/2018
3	BTG Pactual	4,25%	7/19/2018
4	Alianza Valores	4,25%	7/23/2018
5	4cast Ltd	4,25%	7/20/2018
6	Acciones Y Valores	4,25%	7/24/2018
7	BBVA Colombia SA	4,25%	7/23/2018
8	Banco Agrario de Colombia SA	4,25%	7/13/2018
9	Banco BNP Paribas Brasil S/A	4,25%	7/19/2018
10	Banco Bradesco SA	4,25%	7/19/2018
11	Banco Mizuho DO Brasil SA	4,25%	7/23/2018
12	Banco de Bogota	4,25%	7/18/2018
13	Bancolombia SA	4,25%	7/23/2018
14	Barclays Capital Inc	4,25%	7/20/2018
15	Casa de Bolsa SA	4,25%	7/13/2018
16	Cooperatieve Rabobank UA	4,25%	7/24/2018
17	Credicorp Capital Colombia SA	4,25%	7/24/2018
18	Fenix Valor	4,25%	7/13/2018
19	Fiduciaria Central SA	4,25%	7/24/2018
20	Fiduciaria de Occidente S.A.	4,25%	7/23/2018
21	Fiduprevisora	4,25%	7/23/2018
22	Global Securities	4,25%	7/19/2018
23	Goldman Sachs	4,25%	7/13/2018
24	Itau Corpbanca	4,25%	7/20/2018
25	Merrill Lynch/Mexico	4,25%	7/20/2018
26	Pantheon Macroeconomics Ltd	4,25%	7/23/2018
27	Positiva Compania de Seguros	4,25%	7/23/2018
28	Santander Investment Securities Inc	4,25%	7/20/2018
29	Societe Generale Gsc Pvt Ltd	4,25%	7/19/2018
30	Trust Investment SAS	4,25%	7/24/2018
31	UBS Securities LLC	4,25%	7/20/2018
32	University Jorge Tadeo Lozano	4,25%	7/24/2018
	<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
	4,25%	32	100%
	<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>4,25%</b>

**Cuadro A1.2. Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank de Julio del 2018**

<b>Participantes</b>	<b>TPM en la próxima reunión</b>	<b>¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?</b>
AdCap	4.25%	4.25%
Alianza Valores	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.25%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa Colpatria	4.25%	4.25%
Banco Agrario	4.25%	4.25%
Banco Davivienda	4.25%	4.25%
Banco de Bogotá	4.25%	4.25%
Banco de Occidente	4.25%	4.25%
Banco Popular	4.25%	4.25%
Bancoldex	4.25%	4.25%
BBVA	4.25%	4.25%
BTG Pactual	4.25%	4.75%
Camacol	4.25%	4.25%
Casa de Bolsa	4.25%	4.25%
Cede	4.25%	4.25%
Citibank	4.25%	4.25%
Colfondos	4.25%	4.25%
Continuum Economics	4.25%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.25%	4.25%
Deutsche Bank	4.25%	4.25%
Fedesarrollo	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Grupo Bolívar	4.25%	4.25%
Itaú	4.25%	4.25%
JP Morgan	4.25%	4.25%
Moody's Economy	4.25%	4.25%
Positiva	4.25%	4.25%
Protección	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.25%
XP Securities	4.25%	4.25%
<b>Promedio</b>	<b>4.25%</b>	<b>4.27%</b>
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.09%
Máximo	4.25%	4.75%
Mínimo	4.25%	4.25%

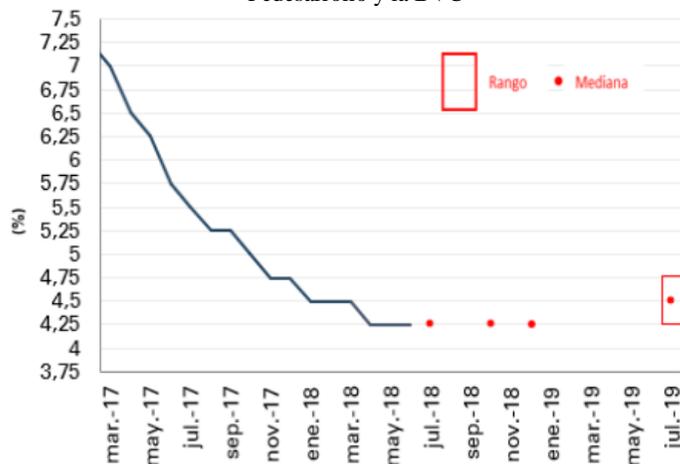
<b>RECOMENDACIÓN</b>		
<b>Ajuste</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Número</b>
4.25%	97%	31
4.50%	0%	0
4.75%	3%	1
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

<b>PRONÓSTICO</b>		
<b>Ajuste</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Número</b>
4.25%	100%	32
4.50%	0%	0
4.75%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

**Cuadro A1.3. Encuesta de Expectativas del Citibank Sobre Inflación**

Participantes	2018	2019
AdCap	3.28%	3.67%
Alianza Valores	3.50%	4.00%
Anif	3.34%	3.47%
Asobancaria	3.21%	3.00%
Axa Colpatria	3.34%	3.00%
Banco Agrario	3.34%	3.43%
Banco Davivienda	3.45%	3.61%
Banco de Bogotá	3.30%	3.01%
Banco de Occidente	3.41%	3.70%
Bancoldex	3.32%	3.50%
BBVA	3.31%	2.96%
BTG Pactual	3.35%	3.28%
Casa de Bolsa	3.56%	3.63%
Citibank	3.30%	3.00%
Colfondos	3.49%	3.12%
Continuum Economics	3.20%	3.40%
Credicorp Capital	3.10%	3.30%
Grupo Bancolombia	3.40%	3.10%
Itaú	3.20%	3.00%
JP Morgan	3.57%	3.50%
Moodys Economy	3.40%	3.30%
Positiva	3.40%	3.00%
Ultraserfinco	3.43%	3.22%
XP Securities	3.47%	3.50%
<b>Promedio</b>	<b>3.36%</b>	<b>3.32%</b>
Mediana	3.35%	3.30%
STDV	0.12%	0.29%
Máximo	3.57%	4.00%
Mínimo	3.10%	2.96%

**Gráfico A1.1: Resultados Encuesta de Expectativas de TPM de Fedesarrollo y la BVC**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

**Cuadro A1.4. Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2018 y 2019**

**Encuestas realizadas entre el 3 y el 9 de julio**

<b>Empresa</b>	<b>Estimación 2018</b>	<b>Estimación 2019</b>
1 ANIF	4,00%	4,50%
2 Banco Davivienda	4,25%	-
3 Banco de Bogotá	4,25%	4,75%
4 Bancolombia	4,25%	4,75%
5 Barclays Capital	4,25%	4,75%
6 BBVA Research	4,25%	4,50%
7 BMI Research	4,25%	5,00%
8 BTG Pactual	4,25%	5,00%
9 CABI	4,50%	5,25%
10 CAF	4,25%	4,75%
11 Capital Economics	4,25%	5,00%
12 Citigroup Global Mkts	4,25%	4,75%
13 Corficolombiana	4,25%	4,75%
14 Credicorp Capital	4,25%	5,00%
15 Credit Suisse	4,25%	5,00%
16 Fedesarrollo	4,00%	4,50%
17 Goldman Sachs	4,25%	5,00%
18 HSBC	4,25%	5,00%
19 Itaú BBA	4,25%	4,50%
20 JPMorgan	4,50%	5,00%
21 Nomura	4,25%	5,00%
22 Oxford Economics	4,25%	4,50%
23 Positiva Compañía de Seguros	4,25%	4,00%
24 Scotiabank	4,50%	5,50%
25 UBS	4,25%	4,25%
26 Ultraserfinco	4,25%	4,50%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
4,00%	2	7,69%	1	4,00%
4,25%	21	80,77%	1	4,00%
4,50%	3	11,54%	6	24,00%
4,75%	0	0,00%	6	24,00%
5,00%	0	0,00%	9	36,00%
5,25%	0	0,00%	1	4,00%
<b>Media</b>		<b>4,26%</b>		<b>4,78%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,25%</b>		<b>4,75%</b>

**Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economico Sobre la Inflación para 2018 y 2019**

**Encuestas realizadas entre el 3 y el 9 de julio**

<b>Empresa</b>		<b>Estimación 2018</b>	<b>Estimación 2019</b>
1	ANIF	3,30%	3,50%
2	Banco Bradesco	3,50%	-
3	Banco Davivienda	3,23%	-
4	Banco de Bogotá	3,30%	3,01%
5	Bancolombia	3,30%	3,09%
6	Barclays Capital	3,18%	3,34%
7	BBVA Research	3,07%	2,78%
8	BMI Research	3,70%	3,30%
9	BTG Pactual	3,39%	3,28%
10	CABI	4,00%	4,50%
11	CAF	3,30%	3,00%
12	Capital Economics	3,10%	3,60%
13	Citigroup Global Mkts	3,30%	3,00%
14	Corficolombiana	3,30%	3,50%
15	Credicorp Capital	3,10%	3,30%
16	Credit Agricole	3,20%	3,20%
17	Credit Suisse	3,27%	3,39%
18	Ecoanalítica	3,55%	3,07%
19	EIU	3,40%	3,20%
20	Fedesarrollo	3,50%	3,00%
21	Goldman Sachs	3,10%	3,00%
22	HSBC	3,35%	3,00%
23	Itaú BBA	3,20%	3,00%
24	JPMorgan	3,60%	3,50%
25	Kiel Institute	3,00%	3,00%
26	Moody's Analytics	3,25%	3,52%
27	Nomura	3,00%	3,00%
28	Polinomics	3,30%	3,30%
29	Positiva Compañía de Seguros	3,40%	3,00%
30	Scotiabank	3,30%	3,40%
31	UBS	3,60%	3,20%
32	Ultraserfinco	3,48%	3,23%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
2,75%-3,00%	0	0,00%	1	3,33%
3,00%-3,25%	11	34,38%	16	53,33%
3,25%-3,50%	14	43,75%	7	23,33%
3,50%-3,75%	6	18,75%	5	16,67%
3,75%-4,00%	0	0,00%	0	0,00%
4,00%-4,25%	1	3,13%	0	0,00%
4,25%-4,50%	0	0,00%	0	0,00%
4,50%-4,75%	0	0,00%	1	3,33%
4,75%-5,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Media</b>		<b>3,33%</b>		<b>3,24%</b>
<b>Mediana</b>		<b>3,30%</b>		<b>3,20%</b>

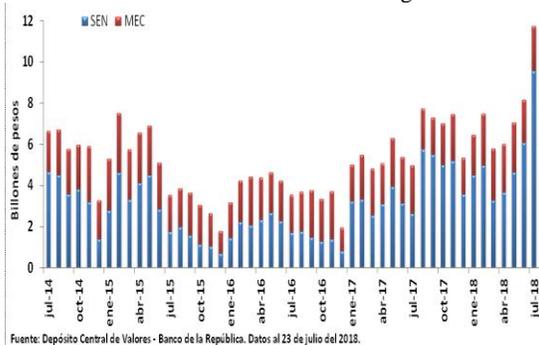
## Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de junio, en la cual la tasa de referencia permaneció inalterada en 4,25%, en línea con lo esperado por el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b, -2 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de 9 p.b, -4 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de julio la variación del índice de precios al consumidor de junio, ubicándose en 0,15% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,17%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,18%), pero superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2017 (0,11%). La variación anual fue 3,20%<sup>20</sup> (esp: 3,22%). Entre el 5 y el 6 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 p.b, 0 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 2 p.b, -1 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

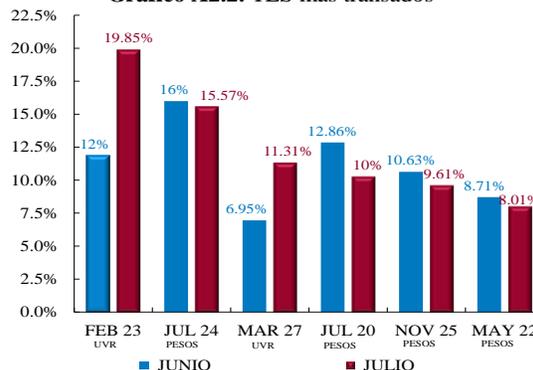
En el mes de julio se pagaron cupones por \$2,6 billones y \$2,1 billones de los TES en pesos que vencen el 24 de julio del 2024 y el 24 de julio del 2020, respectivamente. En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$11,7 billones, superior al observado el mes anterior (\$8,1 billones) y al registrado en junio de 2017 (\$4,9 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2023, cuya participación pasó de 12% a 20%, seguidos por los que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 16% a 15,6% (Gráfico A2.2).

**Gráfico A2.1.** Monto Promedio Diario Negociado de TES



**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 25 de junio del 2018.

**Gráfico A2.2.** TES más transados\*

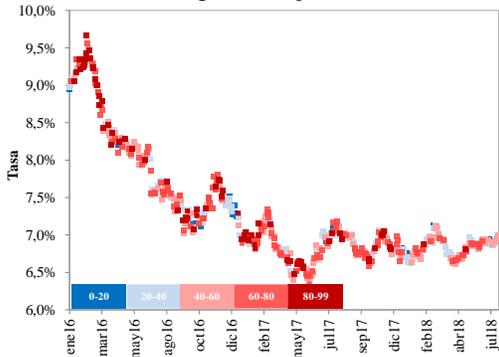


**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más líquidos (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Desde el 29 de junio, los montos de negociación del título del 2024 disminuyeron y se situaron entre los percentiles 40 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR del 2021 la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 60 y 99, niveles similares a los registrados en junio.

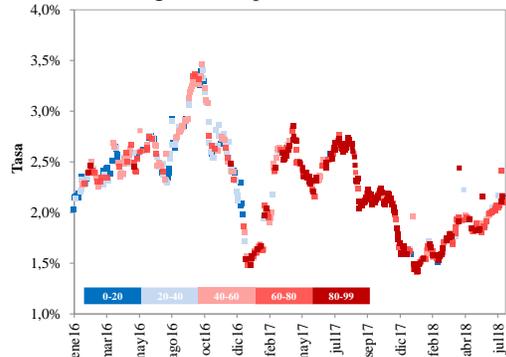
<sup>20</sup> Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2017 (3,99%).

**Gráfico A2.3.** Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2024 y Volumen Negociación por Percentiles



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

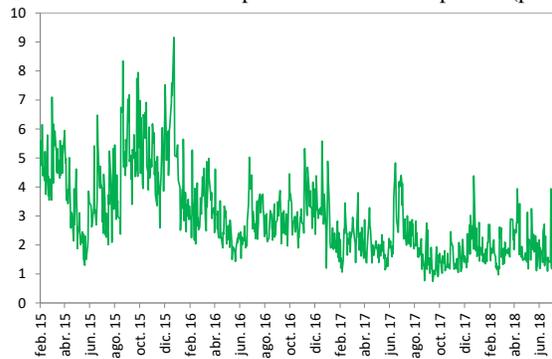
**Gráfico A2.4.** Tasa Cero Cupón TUVT 2021 y Volumen Negociación por Percentiles



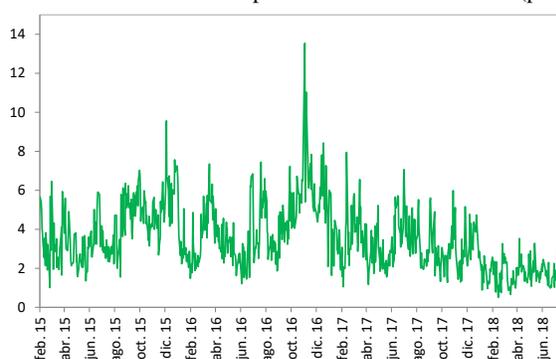
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

El *bid-ask spread* promedio en julio disminuyó frente a lo observado en junio para los TES en pesos y se ubicó en 2,51 p.b. (junio: 2,76 p.b, Gráfico A2.5), mientras que en el caso de TES denominados en UVR aumentó pasando de 1,99 p.b. en junio a 2,13 p.b. en julio (Gráfico A2.6). La profundidad del mercado de títulos denominados en pesos (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$2,3 mm situándose en \$134 mm en julio (junio: \$136 mm). Para los TES UVR la profundidad aumentó \$15,6 mm respecto al mes anterior y se ubicó en \$94,7 mm en julio (junio: \$79 millones).

**Gráfico A2.5.** Bid-Ask spread de los TES en pesos\* (p.b.)

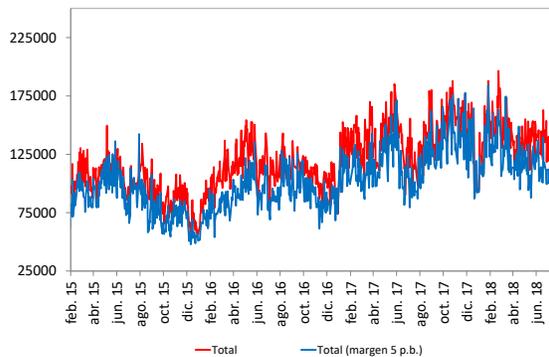


**Gráfico A2.6.** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)

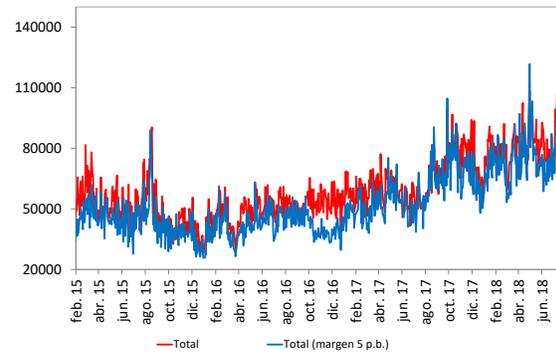


Fuente y Cálculos: Banco de la República. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Cotización obligatoria: Títulos de cotización obligatoria. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas.

**Gráfico A2.7.** Profundidad promedio TES en pesos\*



**Gráfico A2.8.** Profundidad promedio TES en UVR\*

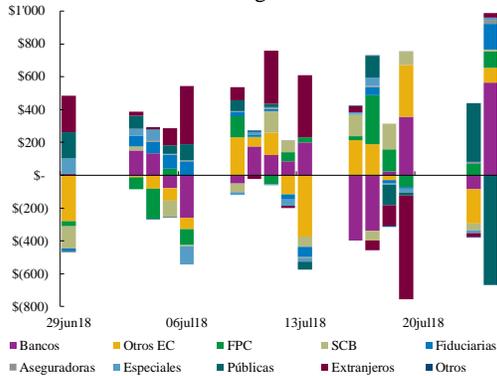


Fuente y Cálculos: Banco de la República. \* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 p.b. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Cotización obligatoria: promedio de los títulos de cotización obligatoria. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0.

### Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

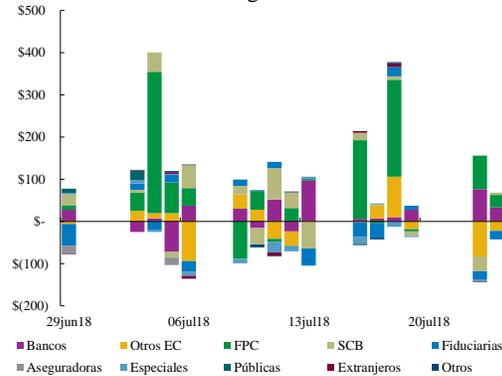
Desde el 29 de junio los principales agentes compradores netos de TES en pesos fueron los bancos comerciales (\$609 mm, principalmente en el tramo corto), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$527 mm, tramo largo) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$480 mm, tramo largo). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$833 mm, tramo largo) y los bancos comerciales (\$247 mm, tramo medio) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

**Gráfico A3.1.** Compras Netas de TES en Pesos por Tipo de Agente



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Gráfico A3.2.** Compras Netas de TES en UVR por Tipo de Agente



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Cuadro A3.1.** Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Gris)\*  
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

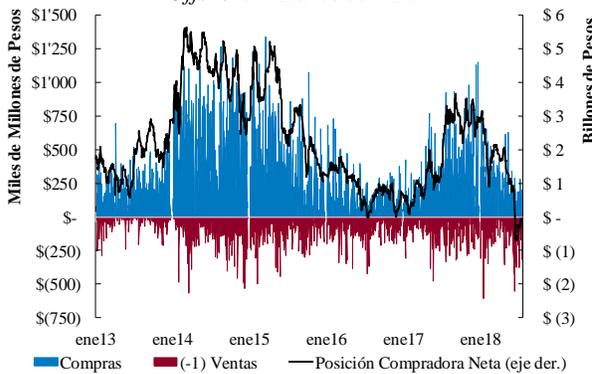
	Corrido 2018	Corrido 2018	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
			Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)		Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)	
Bancos Comerciales	1'116	2'849	899	(611)	321	609	82	199	(34)	247
Compañía de Financiamiento Comercial	(2)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(244)	251	6	517	(266)	257	(100)	51	(2)	(51)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>870</b>	<b>3'101</b>	<b>905</b>	<b>(94)</b>	<b>55</b>	<b>867</b>	<b>(18)</b>	<b>250</b>	<b>(36)</b>	<b>196</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	(62)	(7)	(2)	(5)	(3)	(10)	-	-	-	-
Propia	2'049	4'862	(31)	(182)	740	527	69	163	600	833
Terceros	1'454	4'153	5	(76)	639	568	54	223	519	797
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>1'987</b>	<b>4'855</b>	<b>(33)</b>	<b>(187)</b>	<b>737</b>	<b>518</b>	<b>69</b>	<b>163</b>	<b>600</b>	<b>833</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(436)	(31)	70	20	74	164	(44)	139	(5)	90
Propia	724	6	38	6	77	121	8	12	-	20
Terceros	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>288</b>	<b>(25)</b>	<b>108</b>	<b>26</b>	<b>151</b>	<b>285</b>	<b>(37)</b>	<b>152</b>	<b>(5)</b>	<b>110</b>
Sociedades Fiduciarias	(103)	43	11	7	16	34	(3)	8	-	6
Propia	6'730	2'856	(71)	143	703	775	12	(147)	192	56
Terceros	5'854	(214)	(170)	200	450	480	-	(8)	10	2
Extranjeros***	15	255	54	32	13	99	30	(65)	-	(35)
FIC	1'193	622	(9)	(173)	67	(115)	5	13	140	158
Pasivos Pensionales	6'627	2'899	(60)	150	719	809	9	(139)	192	62
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>6'627</b>	<b>2'899</b>	<b>(60)</b>	<b>150</b>	<b>719</b>	<b>809</b>	<b>9</b>	<b>(139)</b>	<b>192</b>	<b>62</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	139	607	28	12	34	73	(18)	-	4	(14)
Propia	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	141	607	28	12	34	73	(18)	-	4	(14)
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>141</b>	<b>607</b>	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>34</b>	<b>73</b>	<b>(18)</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>(14)</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>9'043</b>	<b>8'336</b>	<b>43</b>	<b>1</b>	<b>1'641</b>	<b>1'685</b>	<b>24</b>	<b>176</b>	<b>791</b>	<b>991</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	686	(203)	(64)	143	(120)	(41)	(5)	(74)	(0)	(79)
Total Entidades Públicas****	6'997	25	117	(49)	(130)	(62)	-	10	13	23
Otros*****	(173)	89	(1)	(1)	(1)	(3)	(0)	-	(9)	(9)
Extranjeros	(56)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>17'422</b>	<b>11'349</b>	<b>1'000</b>	<b>(0)</b>	<b>1'446</b>	<b>2'446</b>	<b>0</b>	<b>362</b>	<b>759</b>	<b>1'121</b>

Fuente: BR. Información actualizada al 24 de julio del 2018. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En lo corrido del 2018 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas por \$5794 mm. Adicionalmente, desde el 29 de junio realizaron compras netas por \$199 mm y \$461 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$184 mm en el tramo corto.

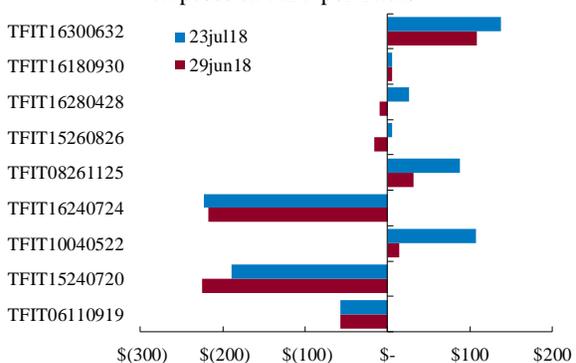
Por otra parte, los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$1084 mm y ventas por \$1384 mm<sup>21</sup>, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$211 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de -\$335 mm el 29 de junio a -\$124 mm el 18 de julio.

**Gráfico A3.3.** Compras y Ventas Pactadas de TES en pesos *Offshore* a Través de NDF



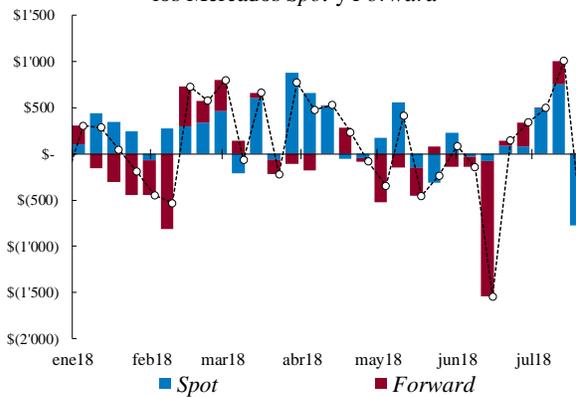
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Gráfico A3.4.** Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en pesos en NDF por Título



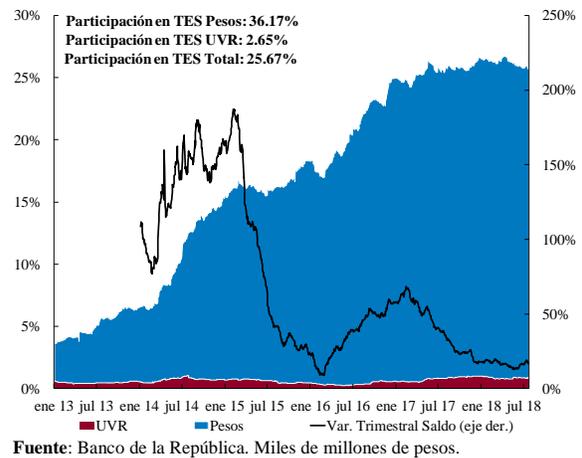
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

**Gráfico A3.5.** Compras Netas de TES en pesos *Offshore* en los Mercados *Spot* y *Forward*



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos semanales.

**Gráfico A3.6.** Saldo de TES *Offshore* Sobre Saldo Total



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* disminuyó para los TES que vencen en 2024, se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2019 y 2030, y aumentó para las demás referencias (Gráfico A3.4). Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

<sup>21</sup> Datos actualizados al 18 de julio del 2018. Al mismo tiempo, se presentaron vencimientos en contratos de compra a futuro de TES por \$1315 y de venta por \$1826.

**Cuadro A3.2. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro**

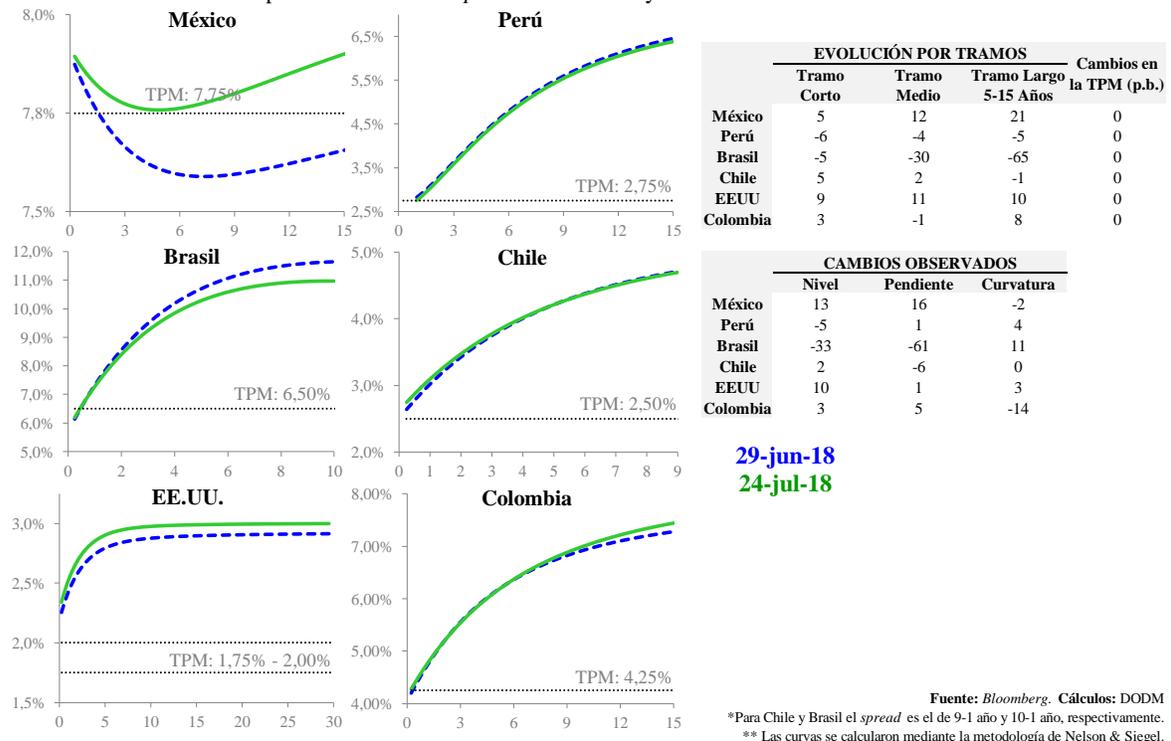
	2017			Corrido de 2018			May-18			Jun-18			Corrido Jul-18		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ 7'555	\$ (2'192)	\$ 5'363	\$ 870	\$ 2'898	\$ 3'768	\$ 1'265	\$ 944	\$ 2'209	\$ (227)	\$ 1'074	\$ 847	\$ 867	\$ (268)	\$ 599
Offshore	\$ 8'969	\$ 2'192	\$ 11'162	\$ 5'798	\$ (2'898)	\$ 2'900	\$ 493	\$ (944)	\$ (451)	\$ 124	\$ (1'074)	\$ (950)	\$ 480	\$ 268	\$ 748

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 y 24 de julio del 2018 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

**Anexo 4. Comportamiento de los Bonos Soberanos en Moneda Local de Países de la Región**

En este periodo (29 de junio al 24 de julio de 2018), los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento mixto. Las curvas de Brasil y Perú corrigieron parcialmente las desvalorizaciones presentadas durante el segundo trimestre del año. Las demás curvas de la región y de EE.UU. presentaron desvalorizaciones.

**Gráfico A4.1. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR**



Durante este periodo, las desvalorizaciones de la curva de EE.UU. se debieron a las proyecciones de un mayor ritmo de incrementos de la tasa de los fondos federales de la Fed<sup>22</sup> debido a: i) la publicación de las minutas de la última reunión de política monetaria<sup>23</sup> y el reporte semestral de política monetaria revelado por la Fed<sup>24</sup>, así como el testimonio semestral del presidente de la Fed,

<sup>22</sup> Entre el 29 de junio y el 24 de julio, la probabilidad asignada por el mercado de al menos tres incrementos de tasas por parte de la Fed durante el año pasó de 89,87% a 97,48%. Entre las mismas fechas, la probabilidad de al menos cuatro incrementos pasó de 45,66% a 65,61%.

<sup>23</sup> Las minutas de la última reunión de política monetaria en EE.UU. evidencian un optimismo por parte de sus miembros frente al desempeño económico dado el buen comportamiento del mercado laboral y el crecimiento del producto. De esta manera, consideran apropiado continuar incrementando gradualmente la tasa de fondos federales.

<sup>24</sup> De acuerdo con el reporte semestral de política monetaria publicado por la Fed, el *FOMC* espera mantener su ajuste gradual de tasas dados los buenos datos macroeconómicos de crecimiento e inflación.

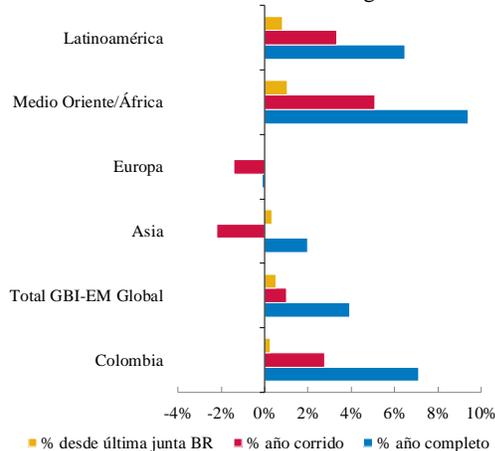
Jerome Powell, ante el Congreso de EE.UU.<sup>25</sup>, que dieron indicios de una continuación del ajuste gradual de la tasa de fondos federales; y ii) el descontento expresado por el presidente Trump frente a las decisiones de política monetaria tomadas por la Fed este año. Respecto a las declaraciones de Trump, varios analistas de mercado consideran que éstas podrían inducir a la Fed a aumentar la velocidad de los incrementos de tasas como señal de su independencia frente al Gobierno de EE.UU.

Para el caso de Brasil, las valorizaciones se explicaron por: i) la publicación del IPCA-15 del mes de julio, por debajo de las expectativas del mercado<sup>26</sup>; y ii) las expectativas de que un candidato pro mercado, capaz de liderar las reformas estructurales que requiere la economía, sea elegido presidente en octubre. En el caso de Perú, las valorizaciones se explicaron por la postergación de incrementos esperados en la TPM. Lo anterior, debido a los menores precios de *commodities* y expectativas sobre el desempeño macroeconómico débil.

En el caso de México, las desvalorizaciones de la curva se presentaron ante: i) la correlación con las tasas del mercado de deuda estadounidense; y ii) unas mayores expectativas de un aumento de 25 p.b. de la tasa de política monetaria por parte del Banco de México durante su reunión de agosto dado el repunte de la inflación en junio<sup>27</sup>.

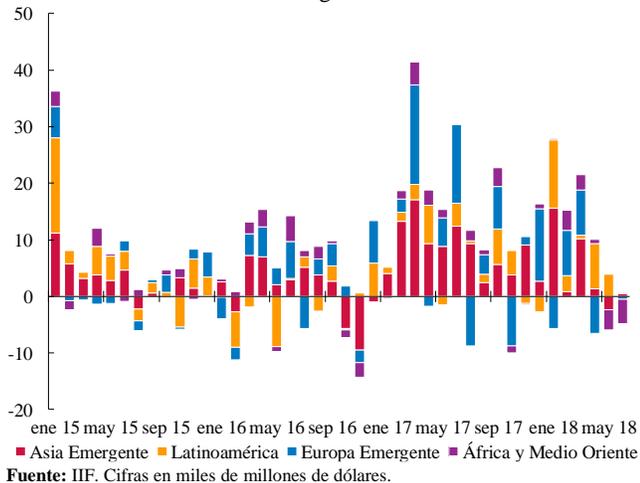
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>28</sup> (incluyendo Colombia) desde el 29 de junio, en lo corrido de 2018 y en los últimos 12 meses. En el periodo, todos los índices regionales aumentaron, en mayor medida el de Medio Oriente y África (1,1%). El índice *Total GBI-EM Global* avanzó 0,5% y el de Colombia 0,3%.

**Gráfico A4.2.** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.  
\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

**Gráfico A4.3:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

<sup>25</sup> Durante su testimonio frente al Congreso de EE.UU., el presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que el crecimiento moderado de los salarios le permitía a la FOMC continuar con el aumento gradual de tasas de interés ya que las presiones inflacionarias continuarían controladas en el mediano plazo.

<sup>26</sup> El dato del IPC-15 para julio aumentó 0,64% m/m, inferior a la expectativa del mercado de 0,73%, sugiriendo que los efectos de segundo orden sobre el nivel de precios serían limitados.

<sup>27</sup> La inflación de junio subió a 4,65% a/a tras cinco meses con descensos.

<sup>28</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

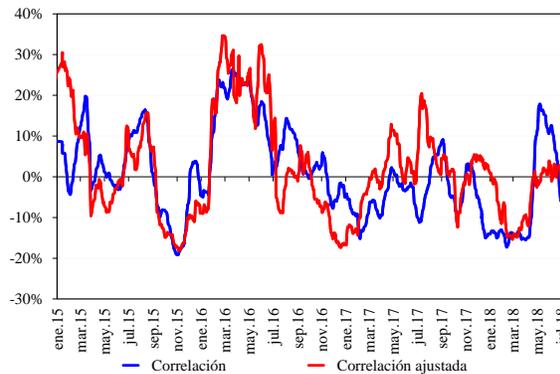
Adicionalmente, el IIF<sup>29</sup> estimó salidas de inversión de portafolio de economías emergentes en junio por US\$7,97 mm. En particular, estimó salidas netas en los mercados de renta variable y renta fija por US\$3,76 mm y US\$4,21 mm, respectivamente. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$0,11 mm (Gráfico A4.3).

**Gráfico A4.4.** Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.\*



**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es con la diferencia entre las tasas cero cupón entre 10 y 2 años.

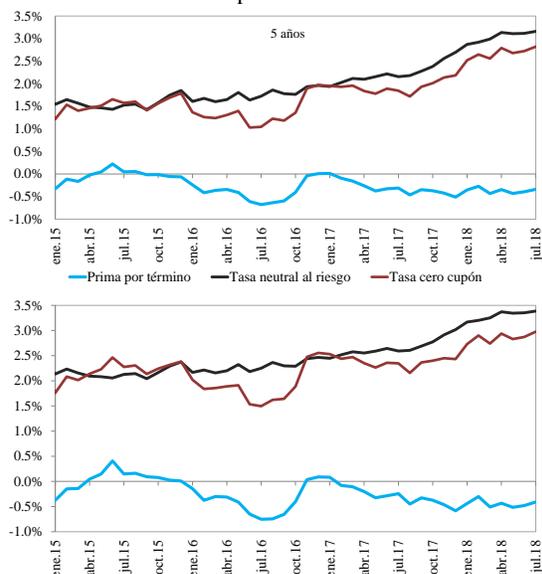
**Gráfico A4.5.** Correlación Pendientes Región



**Fuente:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República.

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia se redujo levemente a 227 p.b. (ant: 228 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 372 p.b, 308 p.b, 133 p.b, 55 p.b. y -6 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. continúa en niveles bajos no observados desde el 2007. En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha aumentado y se encuentra actualmente en 1,57%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en -15,01%. Esto refleja que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

**Gráfico A4.6.** Prima por vencimiento *Treasuries*.



**Fuente y Cálculos:** Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 5 p.b. para 5 años y 10 años, y se situó en -0,39% y -0,48%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 2 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

<sup>29</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

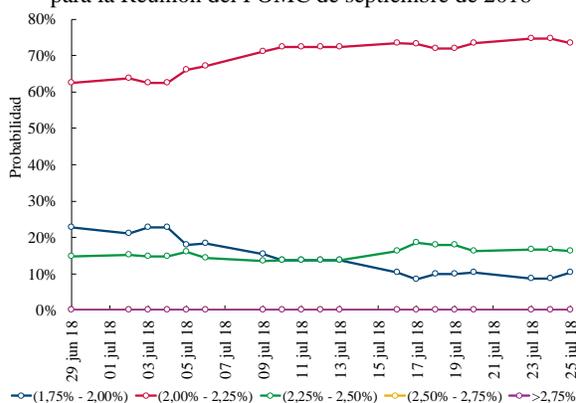
## Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

### Países Desarrollados

En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (1,5%), Suecia (-0,5%), la Zona Euro (BCE) (0%)<sup>30</sup> e Israel (0,1%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado, mientras que el Banco Central de Canadá la aumentó 25 p.b. a 1,5%.

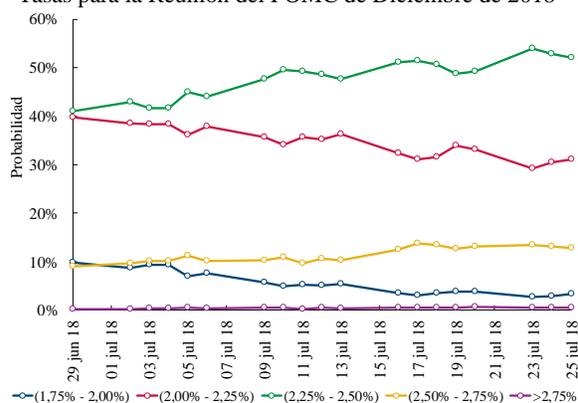
El BCE señaló que, con relación a sus medidas no convencionales de política monetaria, continuará con su programa de compras de activos a un ritmo mensual de €30.000 millones hasta septiembre del presente año, y que después de ese mes, dependiendo de la información futura que confirme las proyecciones de inflación de la entidad en el mediano plazo, estas compras podrían extenderse hasta diciembre del 2018 pero a un ritmo mensual de €15.000 millones, para así dar por terminado el programa de compra de activos.

**Gráfico A5.1.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de septiembre de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico A5.2.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2018

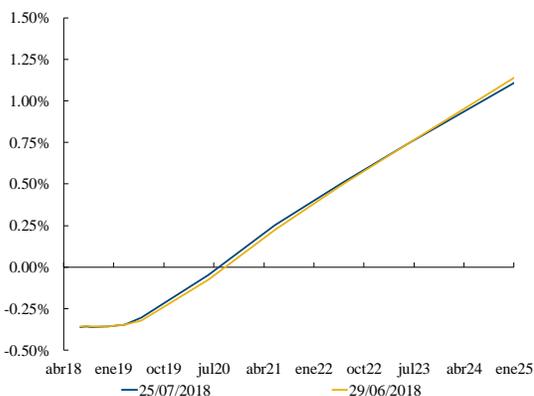


Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Por su parte, el escenario más probable del rango de los fondos federales para las reuniones de septiembre y diciembre son 2%-2,25% y 2,25%-2,50%, respectivamente, de tal forma que el mercado espera que tengan lugar 2 incrementos adicionales en lo que resta del año (Gráficos A5.1 y A5.2).

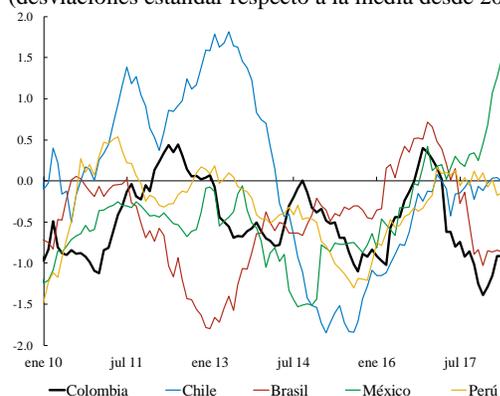
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 3T20 (junio: 4T20; Gráfico A5.3).

**Gráfico A5.3.** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.4.** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>30</sup> Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

### Países Emergentes

Los bancos centrales de Rumania (2,5%), Sudáfrica (6,5%), Malasia (3,25%), Hungría (0,9%), Polonia (1,5%), Serbia (3%) y Corea del Sur (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de Indonesia aumentó 50 p.b. su tasa de interés de referencia a 5,25%, mientras que el mercado anticipaba un incremento de 25 p.b.; y el de Turquía la mantuvo inalterada en 17,5%, cuando el mercado descontaba un incremento de 100 p.b. En Latinoamérica, de acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de Argentina, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 40%, 2,75% y 2,5%, respectivamente.

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>31</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en junio la tasa real de México se ubicó por encima de su media histórica, mientras que las de los demás países se ubicaron por debajo<sup>32</sup>.

### Anexo 6. Probabilidades de los Escenarios de Tasa de Referencia Para las Próximas Reuniones de la JDBR Estimados a Partir de Información del OIS (Bloomberg)

**Cuadro A6.1. Mes Actual<sup>33</sup>**

TPM	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19
6.25%												0%
6.00%												3%
5.75%											1%	12%
5.50%										2%	15%	24%
5.25%								1%	7%	23%	34%	28%
5.00%							7%	24%	38%	41%	30%	18%
4.75%						34%	52%	54%	47%	30%	17%	9%
4.50%				13%	56%	66%	42%	21%	8%	3%	3%	5%
4.25%	100%	100%	100%	87%	44%							0%

**Cuadro A6.2. junio 2018**

TPM	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19
6.50%												1%
6.25%												5%
6.00%											3%	14%
5.75%										2%	16%	24%
5.50%								1%	6%	22%	30%	24%
5.25%						2%	9%	23%	37%	40%	29%	16%
5.00%						29%	44%	49%	45%	29%	18%	9%
4.75%				76%	89%	69%	47%	26%	12%	7%	4%	5%
4.50%				22%	11%						1%	1%
4.25%	100%	100%	100%	2%								0%

<sup>31</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>32</sup> Desde octubre de 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,75%; Chile 0,77%; Brasil 5,47%, México 1,67 y Perú 0,78%.

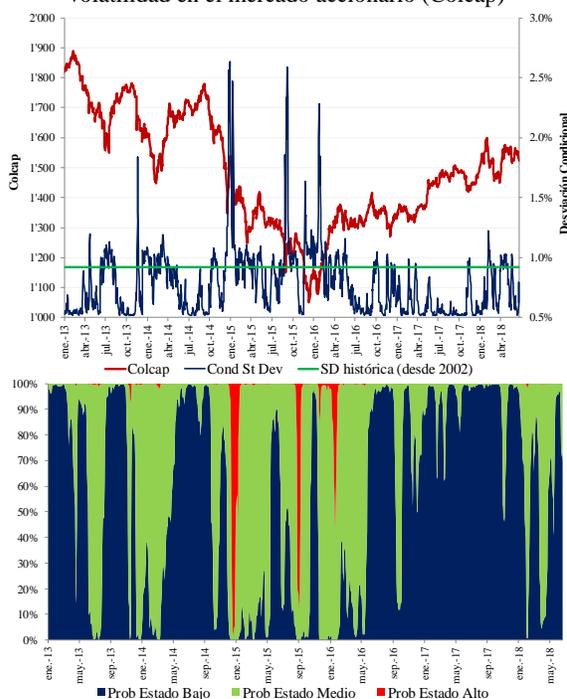
<sup>33</sup> En esta ocasión se modificaron los rangos de tolerancia de las simulaciones del modelo con el propósito de reducir la dispersión de las estimaciones alrededor de las tasas OIS observadas.

### Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 33,3% de agentes espera que aumente (junio: 60,5%), mientras un 35,9% que se mantenga igual (junio: 31,6%) y un 30,8% que disminuya (junio: 7,9%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 42,1% espera que esta se mantenga estable (junio: 36,2%), un 18,4% que aumente (junio: 12,8%) y un 13,2% que disminuya (junio: 31,9%)<sup>34</sup>.

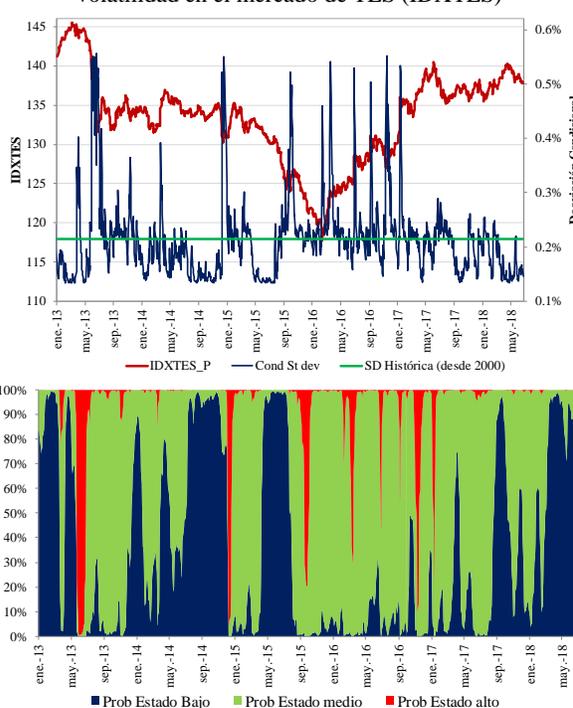
Entre el 29 de junio y el 24 de julio, el Colcap se desvalorizó 2,03%, su comportamiento estuvo en línea con la disminución precio del petróleo (-7,59%) y resultados corporativos desfavorables en construcción, comunicaciones y energía<sup>35</sup>. Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó respecto al promedio de junio, y actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo en niveles similares a los observados en junio y continúa predominando el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.2).

**Gráfico A7.1.** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**Gráfico A7.2.** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

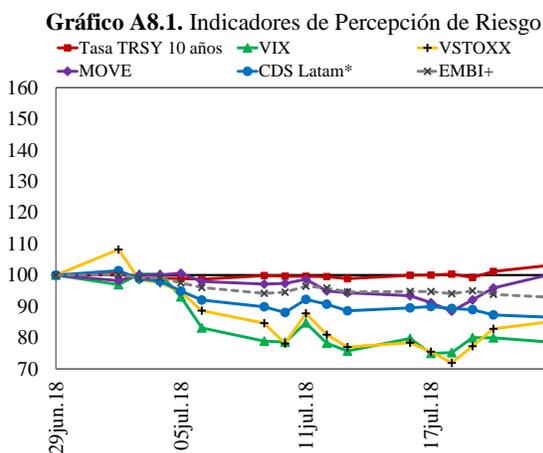
Con información al 6 de julio, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a junio de 69 p.b., -3 p.b. y 89 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes de las carteras tesorería y consumo se explica principalmente por aumentos de las tasas activas, al tiempo que el *spread* de tesorería no presentó cambios significativos ante la relativa estabilidad de las tasas activas y las de los TES.

<sup>34</sup> Al 26,3% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (junio: 19,2%).

<sup>35</sup> Las especies que más se desvalorizaron en el periodo fueron: explicado por la desvalorización de Promigas (-6,61%), Cemex (-6,02%) y ETB (-5,93%)

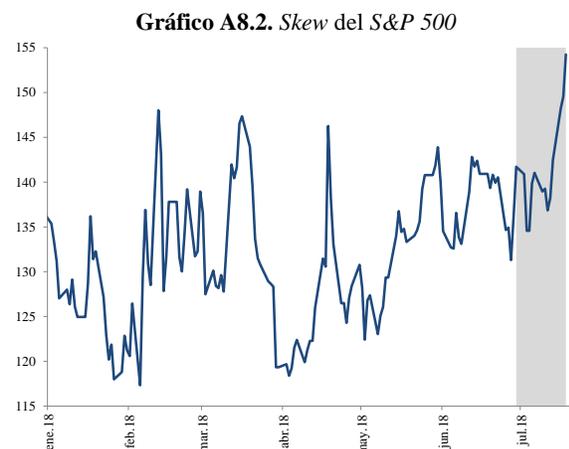
## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*<sup>36</sup> y el *Vstoxx*<sup>37</sup> disminuyó, se mantuvo estable al ser medida por el *Move*<sup>38</sup>, pero aumentó al ser medida por el *Skew*<sup>39</sup> (Gráficos A8.1 y A8.2).



\*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México

Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

Durante el mes de julio, se observó una disminución en la volatilidad esperada a corto plazo en los mercados accionarios estadounidenses y europeos debido a una menor incertidumbre política en Europa una vez la canciller alemana logró llegar a un acuerdo migratorio con los demás miembros de la Unión Europea, lo cual le dio mayor margen de maniobra dentro de su país. En Italia, un mayor nivel de consenso entre los partidos euroescépticos *La Liga* y *Cinco Estrellas* que hacen parte de la coalición de Gobierno, redujo la incertidumbre política. Así mismo, los resultados corporativos del 2T18, superiores a las expectativas de mercado, también contribuyeron a la reducción de la percepción del riesgo. No obstante, el aumento del *Skew* reflejó los temores que sigue teniendo el mercado frente a una guerra comercial dado que el 6 de julio entraron en vigencia las tarifas arancelarias por parte de EE.UU. sobre USD 50,000 millones en productos importados de China. Al respecto, China respondió con medidas retaliativas similares, por lo que durante el mes de julio se ha visto un escalamiento del nivel de las tarifas impuestas por ambas naciones.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense se mantuvo estable durante el mes de julio debido a la convergencia de las expectativas de movimientos en la tasa de política monetaria en EE.UU.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 178 en mayo a 189 en junio. En EE.UU., entre mayo y junio ascendió el indicador específico de comercio exterior (obs: 325; ant: 197) y política fiscal (ant: 115; ant: 101), mientras que el indicador agregado (obs: 110; ant: 125) disminuyó y el indicador específico de política monetaria (obs: 30; ant: 30) se mantuvo estable. En Europa, el indicador agregado descendió levemente desde 225 a 223, y a nivel de países aumentó en Francia (obs: 331; ant: 303) y Alemania

<sup>36</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

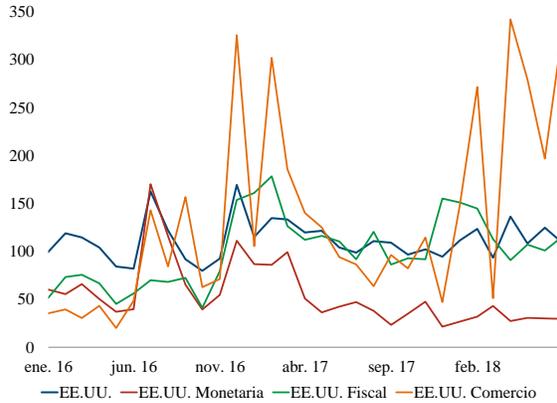
<sup>37</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>38</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

<sup>39</sup> El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

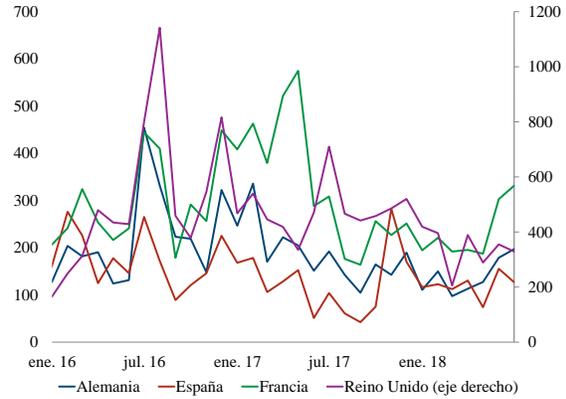
(obs: 197; ant: 179), mientras que cayó en España (obs: 127; ant: 156), Reino Unido (obs: 329; ant: 355) e Italia (obs: 129; ant: 135) (Gráficos A8.3 y A8.4).

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica de EE.UU.



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

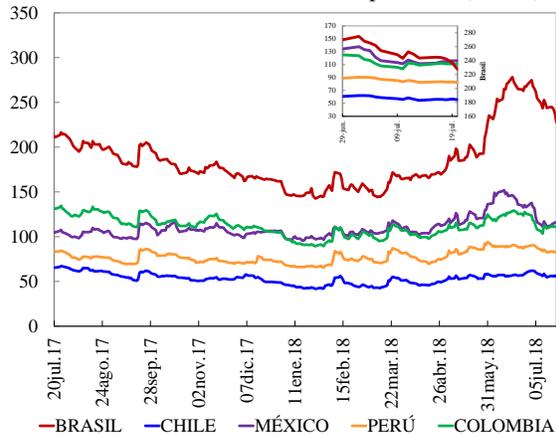
**Gráfico A8.4.** Incertidumbre política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

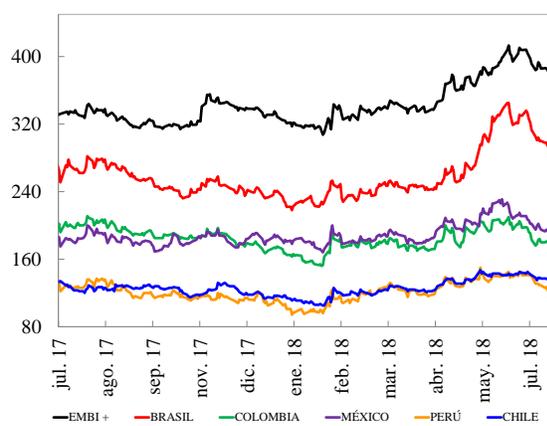
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron reducciones en todos los países. El CDS a 5 años se redujo 42 p.b. en Brasil, 18 p.b. en Argentina, 18 p.b. en México, 14 p.b. en Colombia, 7 p.b. en Perú y 5 p.b. en Chile. En el mismo sentido, el EMBI se redujo 47 p.b. en Brasil, 36 p.b. en Argentina, 15 p.b. en México, 14 p.b. en Colombia, 15 p.b. en Perú y 7 p.b. en Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

**Gráfico A8.5.** Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6.** EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.